

デビッドソンにみる「貨幣的経済理論」の再構築

渡 辺 良 夫

I ケインズ貨幣的経済理論の復権

ケインズ『一般理論』が出版されてから、すでにはほぼ半世紀弱の期間が経過した。この間に『一般理論』は多くの研究者によりさまざまな角度から彫琢が加えられてきたが、現在では、ヒックスやハンセンによって定式化された IS-LM 分析ないし「所得－支出」分析がケインズ経済学の標準的な解釈であると考えられている。

しかしながら、いく人かの経済学者のグループは、IS-LM 分析で代表される「ケインジアン」の経済学がたんにケインズの用語法によって擬装された前ケインズの理論にすぎない、という警告を発してきた。たとえば J・ロビンソンによれば⁽¹⁾、ケインジアンはたんに貨幣数量説の一変型にすぎず、それはケインズ経済学の真の内容を正確に汲み取ったものであるとはいえないのである。このグループのケインジアンに対する批判は、いわば断片的な形で行なわれてきたにすぎなかった。そういう意味で、A・レイヨンフーブドの「ケインズの経済学」にかんする再評価を試みた労作は十分に注目されるべきであろう⁽²⁾。レイヨンフーブドの解釈によれば⁽³⁾、『貨幣論』や『一般理論』において展開された「ケインズの経済学」は「ケインジアン」の経済学とまったく異なっているとして、ケインズ自身の経済学と IS-LM 分析とを厳密に区別する。そして、前者には後者よりはるかに深遠な内容と壮大な意図が含蓄されている。それゆえ、「ケインズの経済学」は IS-LM 分析よりもいっそう精緻に再構成されねばならないのである。こうしたケインズ経済学の再評価の流れにおいて「ケインズの復権」(the rehabilitation of Keynes)が唱えられる

ようになった⁽⁴⁾。

R・クラウワー⁽⁵⁾やレイヨンフーブドの研究が、いわゆる「一般的不均衡分析」と呼ばれているのは周知のとおりである。一般的不均衡分析に基づいたケインズ経済学の考察は示唆に富むものであるけれども、看過することのできない問題点を含んでいる。彼らの基本的発想は、新古典派理論からケインズ理論への転換が均衡理論から不均衡理論への転換であったと認識し、ワルラス一般均衡体系に依拠して、それとの比較でケインズ理論の特徴を明らかにしようとするものである⁽⁶⁾。しかしながら、ケインズがワルラスは厳格に古典派の伝統に従っているとみなしていたこと⁽⁷⁾、また最近F・ハーンが「われわれが考察してきたワルラス的経済は……本質的には物々交換経済である⁽⁸⁾」と認めていることは、十分に注意さるべきであろう。ケインズは貨幣経済が物々交換経済と本質的に異なると認識して、「貨幣的経済理論」(the theory of monetary economy) ないし「貨幣的生産経済の理論」(the theory of monetary-production economy)を展開しようとしていた点を考慮するならば、ワルラス一般均衡体系に依拠した不均衡分析によるケインズ再評価は重大な欠陥をもつものといわざるをえない⁽⁹⁾。

最近、ケインズ革命の本質は、分析を「歴史的時間」の中に置き、不確実性のもつ決定的な影響を強調した点にあることが認識されるようになった。よく知られているように、ケインズは経済学を「実物的」理論と「貨幣的」理論との2つの分野に分割するという考え方を否定し⁽¹⁰⁾、貨幣的な攪乱が実物的行動にどのようなかたちで影響を及ぼすか、ということを分析したのである。新古典派の無時間的な世界とは異なり、現実の不確実な世界——ケインズ的世界——では、「諸期待が失望に帰しがちであり、将来にかんする諸期待が現在のわれわれの行動を左右する……現在と将来とを結ぶ連鎖としての貨幣の特異な性質がわれわれの考慮のうちに入れられなければならない……貨幣はその重要な属性においては、何にもまさって現在と将来とを結ぶ微妙な手段である⁽¹¹⁾」と考えられているのである。しかしながら、こうしたケインズの貨幣的経済理論は、これまで十分に展開されてきたとはいいいがたい。

小稿がとりあげるP・デビッドソンは、ケインズのオリジナルな著作のほとんどすべてに遡り、ケインズ以降の理論展開をも加味して「貨幣的経済理論」の再構築を試みる⁴³。そこでは貨幣の理論にとどまらず、価格、投資、経済成長、資本蓄積、所得分配、インフレーションなど現代の経済問題の全般が論じられており、デビッドソンのとりあげている論点は多岐にわたっている。小稿では、そのなかから「貨幣的経済理論」の再構築にとり最小限必要と考えられる構築素材を選び出して、できるかぎり忠実にデビッドソンの所説を検討することとする。小稿がとりあげる問題は次のとおりである。

ケインズは経済的決意の基礎を形成するうえで不確実性が重要な役割を演じると考えたが、『一般理論』では不確実性下における期待の取り扱いに若干の混乱がみられた。このため有効需要理論の本質が誤解されているかもしれないと危惧し、ケインズは1937年の講義で期待の把握法、モデルの構成および均衡概念の明確化を行なった⁴⁴。しかし、こうしたケインズの試みは不当にもほとんど無視されてきたのである。したがって、期待の把握法を中心に、それとの関連でケインズ・モデルおよび均衡概念の特徴を明らかにすることが小稿の第1の課題である。

第2に、ケインズの投資理論を精緻化することにより、貨幣経済における資本財の需給調整メカニズムを考察する。不確実性下における企業の投資行動を斉合的に説明するのは、きわめて困難な研究課題であり、いまだ満足しうる投資理論は展開されていない⁴⁵。しかしながら、投資が実物的要因と貨幣的要因との相互作用の場であると考えれば、資本財需給理論は貨幣的経済理論を再構築するための不可欠な構築素材であろう。けだし、独立した資本需要関数はケインズ経済学の基本的教義の一つであるからである。

ハロッドが指摘しているように、『貨幣論』は貨幣の理論と実際にかんするケインズの蓄積された研究と英知とを含んでいる⁴⁶。これに対して、『一般理論』における貨幣の分析は過度に単純化されたため、資金調達、証券資産市場の態様、金融機関や金融制度の役割にかんする局面が「技術的な詳細」として簡単に片づけられる傾向がみられた。したがって、ケインズの貨幣分析を根底

から理解するには、『貨幣論』まで遡って研究されなければならない。こうした観点から『貨幣論』と『一般理論』とのブレンドが要請されるのであり、小稿では金融的動機、ポートフォリオ選択および貨幣本質論を中心に、ケインズの貨幣理論の再構成を試みるであろう。

以上のようにして、われわれはいくつかの構築素材を得るが、これらと総需給分析とを用いて、経済成長・資本蓄積と貨幣的要因との統合を試みるであろう。かつてジョンソンが貨幣理論を短期均衡分析の型から解放して、貨幣理論と成長理論との統合の必要性を主張したのは周知のとおりである¹⁷⁶。それ以降、トービン、シドロスキー、ジョンソン、レファリー＝パティンキンなどによって「新古典派貨幣的成長理論」が華々しく展開されたが¹⁷⁷、それらは必ずしも経済成長と貨幣的要因との適切な統合に成功しているとはいえない。デビッドソンは貨幣的成長理論に対してきわめて批判的である¹⁷⁸。デビッドソンは、ケインズの貨幣的経済理論を経済成長や資本蓄積に統合することによって、いっそう実り豊かな洞察が得られると示唆しているのが非常に興味深い¹⁷⁹。以下順次これらの問題を検討してみよう。

- (1) J. Robinson, *Economic Heresies*, 1971. 宇沢弘文訳『異端の経済学』日本経済新聞社, 1973年, 143-47 ページ。
- (2) A. Leijonhufvud, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, 1968.
- (3) A. Leijonhufvud, *ibid.*, p. 8.
- (4) H.G. Johnson, "Recent Development in Monetary Theory—A Commentary," in D.R. Croome and H.G. Johnson ed., *Money in Britain 1959-69*, 1970, pp. 91-95.
- (5) R.W. Clower, "The Keynesian Counterrevolution: A Theoretical Appraisal," in F.H. Hahn and F.P.R. Brechling ed., *The Theory of Interest Rates*, 1965, pp. 103-25.
- (6) A. Leijonhufvud, "Keynes' Employment Function," *History of Political Economy*, Vol. 6, 1974, p. 164. またパティンキンは『一般理論』の主要な関心が不均衡分析にあったのであり、「(一度ならず言われてきたように)『一般理論』はワルラス一般均衡分析を部分的に適用した最初のものと考えることができる……それはワルラスが展開したモデルとほとんど異ならない」としている。D. Patinkin, *Keynes' Monetary Thoughts—A Study of its Development*, 1976, p. 98.
- (7) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, p. 177. 塩野谷九十九訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1941年, 198 ページ。

- (8) F.H. Hahn, "Some Adjustment Problems," *Econometrica*, (Jan. 1970), p. 3.
- (9) 宇沢弘文「ケインズと新古典派」, 『季刊現代経済』, 第18号, 1975年6月, 17ページ。
- (10) J.M. Keynes, *ibid.*, p. 293, 前掲訳書332ページ。
- (11) J.M. Keynes, *ibid.*, p. 294, 前掲訳書333ページ。
- (12) P. Davidson, *Money and the Real World*, 1972.
- (13) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XV, pp. 181-83.
- (14) ジュナンカーによれば, 現代の投資理論がもっている重大な欠点は, リスクおよび不確実性を無視していることである。P.N. Junankar, *Investment: Theories and Evidence*, 1972, p. 71.
- (15) R.F. Harrod, *Money*, 1969. 塩野谷九十九訳『貨幣』東洋経済新報社, 1974年, 195ページ。
- (16) H.G. Johnson, "Monetary Theory and Policy," *American Economic Review*, (June 1962), reprinted in *Surveys of Economic Theory*, Vol. I, 1965, pp.39-40. 神戸大学経済理論研究会訳『現代経済理論の展望I』ダイヤモンド社, 1971年, 62ページ。
- (17) 貨幣的成長理論の展望については, J.L. Stein, "Monetary Growth Theory in Perspective," *American Economic Review*, (March 1970), pp. 85-106. 藤野正三郎「貨幣的成長理論の展望」, 『季刊理論経済学』, 第21巻第2号, 1974年8月, 1-20ページを参照されたい。
- (18) P. Davidson, "Money, Portfolio Balance, Capital Accumulation, and Economic Growth," *Econometrica*, (April 1968), pp. 294-97.
- (19) P. Davidson, *Money and the Real World*, p. 6.

Ⅱ 期待の把握法とケインズ・モデル

新古典派理論のもっとも基本的な特徴は, 時間的要素が存在しないことである。こうした新古典派の無時間的な世界では, 「明日」は「今日」と同じであり, 不確実性や期待の影響する余地は初めから取り除かれているのである。たとえ不確実性が導入されたとしても, それはたんに「水を濁す」だけであって, 本質的な結論を変えることはない想定されている。いいかえれば, 完全確実性の下で得られた結論は, ほとんどそのまま現実の世界に妥当するものと考えられているのである。

しかしながら, 現実のあらゆる経済活動が過去・現在・将来という「不可逆的な時間」——ロビンソンのいう「歴史的時間」——をつうじて行なわれる事実を無視することは許されないであろう。ケインズ経済学の基本的特徴はこうした疑う余地のない事実を明確に認識し, 経済循環の過程の分析に対して時間的

要素を明示的に取り入れようとしたことであった。ロビンソンの表現を借りるならば、「ケインズ革命の核心は、人間の生活が時間を通じて行なわれるということをはっきり認識したことであった⁽¹⁾」。それゆえに、デビッドソンは次のような3つのケインズの基本的公理 (Keynes's fundamental axioms) から出発しなければならないと主張する⁽²⁾。すなわち、現実の世界では、①将来はナイト＝ケインズの意味において不確実である⁽³⁾、②生産には時間の経過を必要とするので、専門化された経済で生産が起こるには、将来における契約履行と支払いにかんする売買契約が企てられねばならない、③経済的決意は変更不可能な過去に照らして、不信の将来へと向って動きながら行なわれるのである。以上のような基本的公理の下においてのみ、「貨幣の重要性は本質的には現在と将来とを結ぶ連鎖であることから生ずるものである⁽⁴⁾」というケインズの主張の真意が明らかにされるであろう。ケインズの貨幣的経済理論はこうした3つの基本的公理に基づいて再構築されなければならない。

よく知られているように、経済理論に対するケインズの主要な貢献は、「有効需要の原理、あるいはより正確には、全体としての産出高に対する需要・供給の理論⁽⁵⁾」を確立したことである。ケインズは将来にかんする不確実性や期待が重要な役割を演ずると考えたことは明らかであるが、しかし、有効需要理論と不確実性や期待との関連は必ずしも明確ではない。この点についてはクリーゲルの説明が参考になる⁽⁶⁾。

クリーゲルによれば、『貨幣論』から『一般理論』への移行の過程には、次の2つの重要な強調の変化が含まれていた。第1は、実現値と期待値とを明確に区別し、強調を前者から後者へ転換したことである。『一般理論』において、適切な変数は期待売上金額や期待投資率といった期待値であることが強調される。第2は、短期(個別的)期待と長期(一般的)期待の状態との体系に及ぼす影響を区別したことである。『一般理論』の草稿段階では、ケインズは消費関数や投資関数に長期期待の状態を表わす陽表的変数——これは体系の外生変数である——を導入していた⁽⁷⁾。長期期待の確率的变化は全体の関数関係を変移させるが、かかる予測されない関数のシフトを含む構図は、有効需要理論の本質

を説明するうえで必ずしも適切でないとケインズは考えた。しかしながら、新古典派理論のごとく、まず完全確実性および完全情報を想定して分析し、その後少しずつ不確実性要因を導入する方法は斉合的でない、とケインズは認識していた。なぜならば、こうした方法は貨幣経済の基本的属性を否定することにはかならないからである。

不確実性や期待はずれが存在しない完全確実性の経済を想定するのではなく、ケインズはむしろそれらは常に存在しているが、不確実性下における期待にかんして種々の取り扱い仮定を設けることによって期待の影響を分析しようと試みたのである。クリーゲルによれば、ケインズの期待の把握法は次のようなものである⁸⁾。すなわち、①長期期待の状態は外生変数であり、ある場合には一定であるかもしれない、またある場合には独立的に変移するかもしれない。それは資本の限界効率、流動性選好および消費性向の決定因である。②短期期待は実現されることもあれば、あるいは期待はずれに終るかもしれない。③短期(長期)期待が実現されない場合、長期(短期)期待に影響を与えるかもしれない。このような取り扱い仮定を設けることは、不確実性や期待はずれといった現実の貨幣経済の基本的属性を排除することなく、現実世界を「飼い馴らす」(tame)ための工夫なのである。長期期待の状態、短期期待および長期・短期両期待の相互作用の有無にかんする種々の取り扱い仮定に対応して、ケインズのモデルは次のような3種類のモデルから構成される⁹⁾。

(1) 静態均衡モデル (the model of static equilibrium)

これはケインズが有効需要理論を精緻化するため、1937年の講義で示唆したモデルである。このモデルにおいて、長期期待の状態は所与・一定であり、また短期期待は常に実現されると仮定されている。したがって、安定的な消費関数、投資関数および流動性選好関数が特定化されうる。総需要関数と総供給関数は一定でシフトしないので、体系は即時的に有効需要点——それが完全雇用であるとはかぎらない——へ収れんしてゆくであろう。このモデルはきわめて単純であるが、有効需要が本質的に重要な作用要因であり、失業が短期的な不均衡現象でないことを説明するための適切なモデルである。すなわち、この

モデルは均衡雇用水準の決定において、所与・一定の長期期待が雇用に対して与える効果と、期待はずれや期待の独立的な変移が雇用に対して与えるそれとを区別するための、一つの教授法上の工夫であったと考えることができる。それゆえに、事前・事後の不一致の可能性と関係なく、「短期期待が常に実現されると仮定しても、有効需要の理論は実質的に同じである⁴⁰⁾」。このようにして、将来が不確実である貨幣経済では、体系はほとんどいかなる雇用水準でも均衡状態に到達しうるということが論証されたのである。

(2) 定常均衡モデル (the model of stationary equilibrium)

このモデルでは長期期待は一定に保たれているが、期待はずれに終る可能性をも含んでいる。しかし長期・短期両期待は独立していると仮定されるので、安定した関数関係を特定化することができる。これはケインズが「長期の雇用水準」の決定を論じるのに『一般理論』で好んで用いたモデルである⁴¹⁾。このモデルの目的は、長期期待が1回限り変移するときの雇用量に与える効果をトレースすることにある。それと同時に、このモデルには短期期待が期待はずれに終る可能性が含まれているが、単純化のため長期期待と短期期待は独立していると仮定された。それゆえ、総需要曲線はシフトしても、総供給曲線はシフトすることなく、企業家は同一の総供給曲線に沿って有効需要点にかんする期待や雇用決意を修正できるものと考えられている。しかしながら、短期期待の期待はずれが実現されるならば、それは長期期待にインパクトを与える、すなわち長期・短期両期待は相互依存的であると考えねばならない。また、現実の経済は期待が絶えず変移する錯綜した世界である。こうして、われわれは静態分析から動態分析へ移らなければならない。

(3) 移動均衡モデル (the model of shifting equilibrium)

これがケインズの動態モデルであり⁴²⁾、長期期待は時間をつうじて絶えず変移する。このモデルでは、短期期待が正確に実現されることはむしろ稀であり、期待はずれに終るとき、長期期待と短期期待は相互に作用し合う。したがって、この場合いかなる期待の状態も完全に作用しつくさないうちに期待が突然に修正されやすいので、総需要曲線および総供給曲線は有効需要点に到達す

る以前でさえ時間をつうじてシフトするであろう。文字どおり、体系はそれ自体を運動させ続けるであろう。以上のように、移動均衡モデルは、時間をつうじて「絶えず変化しつつある均衡」(an ever changing equilibrium)という目標値を追いかける現実の経済がたどる経路を描写するモデルであるといえよう⁴³。

以上のような3つのケインズ・モデルの展開のなかで注目されることは、そこで用いられている均衡の概念である。新古典派理論のように不確実性や期待の存在を否定せず、ケインズがそれらをいかに調和させようとしたかは、すでに指摘した。ここで、ケインズの均衡概念は新古典派理論のそれと異なることに注意しなければならない。ケインズ・モデルにおける均衡概念は、不確実性下における期待の択一的な取り扱い仮定に基づいて規定されており、静態均衡、定常均衡および移動均衡という3種類の均衡概念が使用されている。このように、ケインズは期待との関連で均衡を定義しているのである。シャックルはケインズの均衡を「期待均衡」(an expectational equilibrium)と名付けているが⁴⁴、的を射た命名法であるといえよう。

ケインズは定常均衡モデルと移動均衡モデルとを区分することが重要であると示唆している点が注目される。移動均衡理論は、「将来にかんする見通しの変化が現在の事態に影響を与えることのできる経済体系の理論⁴⁵」であり、ここにおいて貨幣は「現在と将来とを結ぶ連鎖」として体系へ入り込む。いいかえれば、貨幣は「それ自身の役割を演じ、諸動機や諸決意に影響を与える。要するに、貨幣は長期あるいは短期のいずれにおいても、初期状態と最終状態との間の貨幣の運動にかんする知識なしでは、いろいろな事態の推移が予想されないような状況における作用要因の一つである⁴⁶」と位置づけられている。ケインズ・モデルとりわけ移動均衡モデルの世界は、貨幣がたんなるヴェールにすぎない新古典派の経済とはっきり異なるのである。

このように考えてくると、ケインズの意図が貨幣的生産経済の移動均衡理論を構築することにあつたのは明らかであろう。デビッドソンの目標は、こうしたケインズの意味での「貨幣的経済理論」を再構築することにある。

- (1) J. Robinson, *Economic Heresies*. 前掲訳書, 「日本語版によせて」, 1 ページ。
- (2) P. Davidson, *Money and the Real World*, p. 9.
- (3) ナイトは不確実性(uncertainty)を非常に厳密に規定し, 十分な数量的正確さをもって結果の統計的確率が求められるもの, つまり数量的に測定可能な不確実性をリスクとし, 数量的に測定しえないそれを「真の不確実性」(true uncertainty)と考えた。(F.H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profits*, 1937, ed., pp. 19-20. 奥隅栄喜訳『危険・不確実性および利潤』文雅堂銀行研究社, 66-67 ページ。) リスクは不確実性のいわば「特殊な」ケース——予想値の確率を規定する確率分布が既知——であり, 真の不確実性が「一般的」なのである。ケインズは確信の状態(the state of confidence)という概念——これはわれわれがⅣ節で用いる確信の程度(the degree of confidence)と同じ概念——を使用することによって, その確率分布が完全に既知である場合をリスクとし, そうでない場合を不確実性とする。(J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, pp. 148-9, 前掲訳書, 166 ページ。) ケインズの『確率論』と『一般理論』との関連を跡づけることによって, 不確実性の果す役割を明らかにしたものに, 菱山泉「ケインズにおける不確定性の論理」, 『思想』1967年4月号, 10-26 ページ。がある。
- (4) J.M. Keynes, *ibid.*, p. 293. 前掲訳書 332 ページ。
- (5) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIV, 1973, p. 85.
- (6) J.A. Kregel, "Economic Methodology in the Face of Uncertainty: The Modelling Methods of Keynes and the Post-Keynesians," *Economic Journal*, (June 1976), pp. 209-25. また P. Davidson, *ibid.*, ch. 2 も参照されたい。
- (7) そこでケインズは消費関数を, $C_w = f_1(N, r, E)$, 投資関数を $I_w = f_2(N, r, E)$ とあらわしている。ただし N は雇用量, r は利子率, E は長期期待の状態である。*The Collected Writings*, Vol. XIII, p. 441.
- (8) J.A. Kregel, *ibid.*, pp. 210-14.
- (9) J.A. Kregel, *ibid.*, pp. 214-17 参照。
- (10) *The Collected Writings*, Vol. XIV, p. 181.
- (11) J.M. Keynes, *ibid.*, pp. 48-51. 前掲訳書 56-60 ページ参照。
- (12) ここでケインズにおける「静態」と「動態」との区別の仕方に注意されたい。ケインズにとり静態・動態の分類は「ある場合には変化しており, また他の場合には定常的である観察下の経済に関係しているのではなく, ある場合には変化しており, また他の場合には定常的である将来の環境にかんするわれわれの期待に関係している」のである。(The Collected Writings, Vol. XIV, p. 511) それゆえ, 静態とは「われわれが日付けに煩わされなくてすむ」ものであり, 動態とは「あらゆる数量が日付けをもたねばならない」ものである, というヒックスの定義とは異なる。(J.R. Hicks, *Value and Capital*, 1939, p. 151. 安井琢磨・熊谷尚夫訳『価値と資本』岩波書店, 161 ページ)
- (13) このモデルは潜在的に激しい不安定性を暗示している。それにもかかわらず, ケインズは「われわれの生活している経済体系は……激しい変動にさらされているけれども, はなはだしく

不安定なものではないということがその著しい特徴である」とコメントしていることに注意されたい。(J.M. Keynes, *ibid.*, p. 249. 前掲訳書 280 ページ。)

(14) G.L.S. Shackle, *Keynesian Kaleidics*, 1974, p. 82.

(15) J.M. Keynes, *ibid.*, p. 293. 前掲訳書 332 ページ。

(16) *The Collected Writings*, Vol. XII, pp. 408-9.

Ⅲ 資本財需要価格・供給価格による投資決定

IS-LM 分析で代表されるように、標準的なしい教科書的なケインズ投資理論の解釈では、企業家は資本の限界効率と資金コストである利子率とを比較考量して、投資することが有利か否かを決定すると考えられている。いま資本の限界効率表を一定として、利子率が低下するならば、投資率は増加するだろう。このようにして、投資は利子率の減少関数であると規定される。こうした解釈に基づいたケインジアン投資理論は、オックスフォード経済調査をはじめとする一連の実証研究をつうじて「投資の利子非弾力性」が検討されるにつれて、その現実妥当性に疑問が投げかけられたのは周知のとおりである。またケインジアン投資理論は、ミクロ分析ないし伝統的企業理論によって明確に基礎づけられてはいない。ウィットが批判するように¹⁴⁾、ケインジアン集計的投資関数は個々の企業のミクロ的投資関数を明確に特定化せずに導出されている。企業レベルでみる場合、ミクロ的投資が利子率の減少関数であるとするケインジアンの考え方は、そのミクロ理論的基礎がきわめて弱いのである。

投資決定は将来の長い期間にわたってその結果が引き出されるという性格をもつものであり、そこでは期待要因が重要な役割を演ずる。事実、ケインズは長期期待がどのようにして形成され、それが企業家の投資決意にどのように影響するか、というフォーマルな形で定式化するのが困難な課題と取り組んでいた。ケインズは期待の役割を重視したにもかかわらず、新古典派理論について「必要な補修の度合を最小にする¹⁵⁾」ため、資本の限界効率(および使用者費用)という概念の導入によって期待要因にある最小限度の役割のみを与えることを希望した点に注意しなければならない。デビッドソンによれば、ケインズは資本の限界効率を用いたのは事実であるが、貨幣経済における投資率が資本財の

需要価格とフロー供給価格との比較考量をつうじて決定されると考えていた⁽³⁾。ラーナーが的確に指摘したように⁽⁴⁾，資本の限界効率からは，フローとしての投資率を得ることはできない。なぜならば，資本の限界効率表が示すものは最適な資本ストック量であって，どのような速度で投資を行なったらよいのかというフローとしての投資率ではないからである。それゆえ，ラーナーが主張するように，投資率は投資の限界効率表との関連で決定されるのであって，資本の限界効率表ではない。以下で詳細に考察するように，ケインズ体系において，投資率の変動は資本財のフロー供給価格と比較される需要価格の変化をつうじて起こるのであり，この需要価格・供給価格の変化が投資の限界期待収益——いわゆる投資の限界効率——の変動をもたらすのである。

こうした資本財の需要価格・供給価格による投資決定理論は，資本の限界効率と「単一利子率」との比較といった思考法のために，これまでそのエッセンスが無視されてきた。最近，いわゆる「再転換論争」をつうじて，期待利潤流列が時間をつうじて一様でない場合，資本の限界効率方程式の解が2つあるいはそれ以上の根をもつことが明らかにされてきた。この場合，一意的な利潤率を規定するのは困難であり，期待利潤流列と資本の限界効率との間に一意的な関連が存在するとは限らないのである⁽⁵⁾。それゆえ，資本の限界効率（予想利潤率）と利子率との比較によるケインジアン投資理論は不適切であるといわざるをえない。将来が不確実な経済で利潤率を事前に正確に予想するのはほとんど不可能だからである。不確実性下における投資決定にとり必要なのは，択一的な投資計画の期待収益流列の現在価値をなんらかの所与の最低割引率によって算定し，資金調達が可能であるならば，この現在価値とフロー供給価格との差（準地代）が最大となる投資計画を選択することである。こうした観点から，デビッドソンは期待要因や資金調達力を明示的に導入し，マーシャル流の需要価格・供給価格の枠組を用いてケインズの投資理論を以下のごとく再構成している⁽⁶⁾。

企業の資本財需要は資本用役に対する需要から派生するので，資本用役フローに対する需要は資本財ストック需要に関連すると考えることができる。ここ

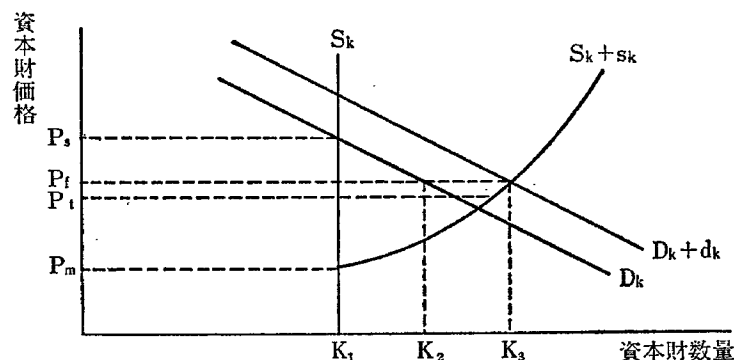
で単純化のため、資本財のタイプの相違を無視し、資本財ストックは同質的な物理的単位によって集計しうるような代表的資本財(a representative capital good)を想定する。したがって、総資本財需要はすべての企業の資本財需要曲線を集計することによって導出される。期待収益と割引率が与えられるならば、右下りの資本ストック需要曲線 D_k が描かれる。第1図において、 D_k 曲線は企業の所望資本財数量と資本財価格との択一的な関係を表わしている。 D_k 曲線は資本ストックに対する新規需要と留保需要とを含んでいる。そこで、ストック需要関数は、

$$D_k = f_1(p_k, i, \phi, E)$$

$$f'_{p_k} < 0, f'_i < 0, f'_\phi > 0, f'_E > 0 \quad (1)$$

のように特定化することができる。 D_k は資本財ストック需要、 p_k は資本財市場価格、 i は割引率、 ϕ は企業家の有効需要成長および期待収益にかんする長期期待の状態、 E は資金調達力を有する企業家的投資数である。 f'_i はそれぞれ D_k の p_k, i, ϕ, E にかんする偏導関数を表わしている。

第1図



ケインズ体系において、現存資本財ストックはいかなる時点においても過去から受け継いだものであり、与件として扱われる。したがって、資本財ストック供給表は市場価格に対して非弾力的であり、第1図の S_k のように垂線で示される。任意の時点における資本財ストック供給は、

$$S_k = \alpha_k \quad (2)$$

となり、 α_k は S_k が先決定数であることを表わしている。

交換経済ではストックとフローの区別を特に設ける必要はない⁽⁷⁾。しかし、われわれが問題としている生産経済においては、賦与量であるストックのみならずフロー要因を考慮しなければならない。ここでは、資本財フロー需要 d_k は単位時間当りの現存資本財ストックの減耗から生じるものとしよう。単純化のため、減価償却は現存資本ストックのある一定比率 n (ただし $0 < n < 1$) であると仮定する。すなわち

$$d_k = nS_k = nd_k \quad (3)$$

(1) + (3) より、総資本財需要は

$$D_k + d_k = f_1(p_k, i, \phi, E) + n\alpha_k \quad (4)$$

となる。仮定により、 $(D_k + d_k)$ 曲線は D_k 曲線に平行であり、両曲線の水平の差は資本ストック減耗分 d_k に等しい。

s_k は資本財フロー供給曲線であり、それは資本財産業が択一的な期待市場価格で市場に提供するのであろう投資財産出量を表わしている。すなわち、

$$s_k = f_2(p_k) = I_g \quad ; f_2'_{pk} > 0 \quad (5)$$

ただし、 s_k は資本財フロー供給量、 I_g は粗投資である。ここで、代表的企業は不確実性下であたかも伝統的な利潤極大化原理に基づいて、すなわちプライス・テーカーのごとく行動すると仮定しよう⁽⁸⁾。したがって、第1図に示されるように、フロー供給曲線は短期において限界費用逓増を反映してなめらかな右上りの曲線となる⁽⁹⁾。これは投資財産出量の市場価格に対する弾力性、すなわち資本財産業の供給弾力性 ε が、短期において $0 < \varepsilon < \infty$ となることを意味する⁽¹⁰⁾。(2) + (5) より、総資本財供給は

$$S_k + s_k = \alpha_k + f_2(p_k) \quad (6)$$

となる。

貨幣経済における資本財の需給調整は現物・先物市場分析 (spot and forward market analysis) の枠組を用いて次のように説明される⁽¹¹⁾。現物市場では直接の引渡しと支払いをつうじて、既に生産された耐久財の取引が行なわれる。これに対して、先物市場では将来の一定期日の引渡しと支払いを条件として、現在においてあらかじめ売買契約を締結する取引が行なわれる。

第1図に戻って、ストック需要曲線 D_k とストック供給表 S_k との交点で、資本財の現物価格 p_s が決定される。こうした現物価格はマーシャル期間分析の一次的均衡価格ないし市場期間価格に対応するものである。資本財の現物市場が存在すると仮定するならば、いかなる時点においても、現物価格は超過資本ストック需要がゼロ ($D_k - S_k = 0$) となる水準に決定されるであろう。 p_f は先物価格を表わしており、それはマーシャルの短期フロー供給価格に対応する。 p_i は長期フロー供給価格である。これは企業家の「正常報酬」をカバーしうる価格を表わしており、マーシャルの長期正常価格に対応する概念である。また p_m は最低フロー供給価格である。これは市場価格が p_m 以下の水準は下落する場合、資本財生産者は生産を停止し企業を閉鎖するであろう企業閉鎖価格を示している。こうした4つの価格 p_s , p_f , p_i , p_m の相対的關係に基づいて、資本財市場の需給調整のメカニズムが明らかにされる。

いま、期首において現物価格が先物価格を上回る、すなわち $p_s > p_f$ となるならば、資本財市場にケインズが「逆輸」(backwardation) と呼んだ状態が生じるであろう¹²。過剰な資本ストックが存在しない期間には、かかる逆輸状態が正常な姿である。図示されているように、 $p_s > p_f (> p_i > p_m)$ となる場合、投資者は新たに追加的な資本財を購入しようとするに十分な利潤に対する期待を抱くであろう。そこで投資者は p_f の価格で資本財生産者と新資本財購入の先物契約を締結する。このようにして、実際の粗投資は現物価格とフロー供給価格が一致する点まで行なわれるだろう。短期において資本財市場の均衡は p_f の水準で達成されるが、その条件は

$$(D_k + d_k) - (S_k + s_k) = 0 \quad (7)$$

である。第1図で資本財の粗産出量は $K_3 - K_1$ となるが、これは必ずしも完全雇用を達成するのに十分なものであるとはかぎらない。減価償却は $K_3 - K_2$ 、純投資は $K_2 - K_1$ となるから、今期の資本蓄積率は $(K_2 - K_1)/K_1$ となる。

(1)式において ϕ , i , E が時間をつうじて不変であるならば、やがて経済は定常状態に到達し、 $p_s = p_f = p_i (> p_m)$ となるであろう。その場合、資本財産業の粗産出量は減価償却分に等しくなり、純投資は行なわれないであろう。しか

しながら、ケインズによれば、投資決意の大部分は、「アニマル・スピリッツ」の結果としてのみなされうるのであって、数量的な確率を乗じて得られる数量的利益の加重平均の所産としてなされるのではない⁴³。デビッドソンが資本需要関数に企業家の長期期待状態を表わす変数 ϕ を含めた理由はここにある。いまなんらかの理由によって長期期待が1回限り変移し、 ϕ が上昇するとしよう。 $f'_\phi > 0$ であるから、資本ストック需要曲線は右方へシフトし、現物価格が上昇するだろう。こうして新たな逆鞘状態が発生するが、金融面からの制約が作用しないと仮定するならば⁴⁴、やがて正の純投資が企てられるであろう。さらに長期期待が時間をつうじて絶えず変移し、長期・短期両期待が相互作用する現実の世界では、 $p_s = p_f = p_t (> p_m)$ となることは稀であり、経済が不可避免的に定常状態へ向かう必然性は存在しないと考えなければならない。

過剰な資本ストックが存在する場合、どのような調整がなされるであろうか。いま、期首において $p_s < p_f$ となるならば、資本財市場に「順鞘」(contango) と呼ばれる状態が発生する。この場合現存資本ストックは過剰であり、たとえそれが物理的に生産的 (productive) であるとしても、資本ストックの市場価値の減少がもたらされる。すなわち予想収益率は負となるであろう。順鞘状態には次の2つのケースが考えられる。①期首に $p_s < p_f < p_t$ となるが $p_f > p_m$ であるケース。——この場合過剰部分は減価償却をつうじて期末までに除去されるであろう。 $p_f > p_m$ であるので粗投資は正となるが、純投資は正となる。②期首に $p_s < p_f < p_m < p_t$ となるケース——この場合非常に多量の過剰ストックが生じるので、 $(D_k + d_k)$ 曲線と $(S_k + s_k)$ 曲線とは交差しないであろう。したがって期末にも過剰ストックが残存しているだろう。粗投資はゼロとなり、減耗分に等しい負の純投資が生じる。

以上の議論を要約しよう。第1は、利子率の役割および作用様式 (modus operandi) がケインジアンとは異なっていることである。デビッドソン・モデルにおいて、利子率の変化は投資者が現在価値の算定で用いる割引率に影響を与えることをつうじて、資本財ストックに対する需要を変化させる。これは資本財の市場需要価格 (現物価格) を変化させ、資本財生産者に対して生産量を変化

せしめるインセンティブを与える。こうして資本財産業は生産能力や設備稼働率に依存しながら、需要価格とフロー供給価格が等しくなる点まで資本財産出量を変化させるであろう。ケインズが指摘したように、「利率の下落が資本財の生産を刺激するのは、それが生産費を減少せしめるからではなく、需要価格を上昇させるからである⁹⁸⁾」。デビッドソン・モデルでは、利率は割引率の代理変数として用いられ、資本ストック需要の決定における外生変数と考えられている。

第2に、資本財の需給調整の説明から明らかなように、資本蓄積の分析にとって重要なのは資本の「稀少性」であって、物理的な「生産力」ではない。ケインズによれば、「資本〔財〕は生産的なものとして語るよりは、その存続期間を通じてその原価を超過した収益をもたらすものとして語る方がはるかに好ましい。けだし、1資産がその存続期間中にそのはじめの供給価格よりも大なる総価値をもつ用役〔すなわち準地代〕を生むであろうという予想を提供する唯一の理由は、それが稀少である⁹⁹⁾」からである。たとえば、物理的には優れた資本設備の導入によって生産性が増加しても、有効需要が同歩調で成長するとはかぎらないので、価値的な期待収益（準地代）はむしろ低下する場合がある。企業家にとり問題なのは、物理的な限界生産力ではなく準地代であり、この準地代の大きさは資本の稀少性に依存しているのである。そして、資本財が「常に稀少に保たれるのは貨幣に対する利率の競合のためである」とケインズは考えた。貨幣の流動性プレミアムがその持越費用を越えるかぎり、貨幣借入の先物価格および長期供給価格は決して現物価格より低くはなりえない。つまり、貨幣利率は決して負となりえないのである。一般に資産ストックが増加するにつれて、その現物価格および先物価格が長期供給価格に比較して最も緩慢に低落する資産が、他の資産の有利な生産を阻止するであろう。最終的に、そのストックが増加されたとしても過剰とならないであろう唯一の資産は貨幣である。貨幣利率は資本財の現在価値算定の割引率に一定の下限を設定するが、長期期待の状態が不変であるならば、資本ストック需要曲線は非負という貨幣利率の性質によって、究極的に制約されるであろう。それゆえ、貨

幣経済における資本蓄積の究極的な源泉は企業家のアニマル・スピリッツにあり、資本財の稀少性はアニマル・スピリッツの程度如何にかかっているのである。デビッドソンはケインズの資本理論を準地代理論 (quasi-rents theory) ないし稀少性理論 (scarcity theory) として把握するが、それは資本の物理的限界生産力が正であるが予想収益率が負となる順軌のケースを矛盾なく説明することができるのである。

第3に、貨幣経済において資本蓄積率は家計の貯蓄決意あるいはポートフォリオ選択決意からほとんど独立して決定されるのである。とくに投資決定とポートフォリオ決定とは利子率をつうじて「間接的」にリンクされるにすぎず、両者の間には直接的な関連は存在しない。われわれは貨幣経済における投資率が資本財の需要価格・供給価格メカニズムをつうじて決定されることを明らかにしてきた。デビッドソン・モデルにおける投資決定因は、①将来の有効需要にかんする企業家の長期期待(アニマル・スピリッツ)、②資本用役フローから獲得できるであろう純貨幣収益(準地代)、③利子率、④資金調達力、⑤減価償却率、および⑥資本財産業の供給弾力性、である⁷⁷⁾。これらは貨幣経済における資本蓄積の重要な決定因であり、それゆえ、需要価格・供給価格による投資決定理論は「貨幣的経済理論」の不可欠な構築素材であると考えられる。

- (1) J.G. Witte, "The Microfoundation of Social Investment Function," *Journal of Political Economy*, (Oct. 1963), pp. 441-56.
- (2) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 146, 前掲訳書, 163 ページ。
- (3) 事実、ケインズは『一般理論』第14章の補論において、「提供される資本財ストックと需要される資本ストックとの間の均等化は、資本財の価格によってもたらされるものであって、利子率によるのではないであろう」と述べているのである。(J.M. Keynes, *ibid.*, p. 186, 前掲訳書 208 ページ)
- (4) A.P. Lerner, *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*, 1944, ch. 25, 桜井一郎訳『統制の経済学』文雅堂, 1961, 464-96 ページ。
- (5) P. Davidson, *Money and the Real World*, pp. 57-8. また「再転換論争」については、G.C. Harcourt, *Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital*, 1972, pp. 118-76. を参照されたい。

- (6) P. Davidson, *ibid.*, pp. 59-110.
- (7) J.R. Hicks, *Capital and Growth*, 1965, p. 85, 安井琢磨・福岡正夫訳『資本と成長Ⅰ』, 岩波書店, 1970, 152-53 ページ。
- (8) これは資本財フロー供給にかんしていわゆる「注文生産」を仮定することを意味している。
デビッドソンは、問題としている固定資本財の大半が先物契約ないし注文建造(custom building)に基づいて市場が組織されていると指摘する(P. Davidson, *ibid.*, pp. 76-77.)。注文生産の各種制度が広範囲に存在するならば、生産者はこうした制度上の取決めをつうじて、生産決意や販売収益にかんする不確実性の相当程度の部分を買手に転換することが可能である。もちろん、現実には資本財取引のすべてが注文生産されるわけではなく、一部分は市場見込生産が行なわれる。以下では注文生産を仮定するが、その意味するところは資本財生産者があたかもブライズ・テーカーであるかのごとく行動するということであって、「完全予見の仮定」は排除されていることに注意しなければならない。これまでも繰り返し強調してきたように、完全予見の仮定を設けるか否かは、無時間的な新古典派体系とケインズ体系との重要な相違点である。
- (9) これに対して、代表的企業がポスト・ケインジアンフル・コスト原理に基づいて行動すると仮定するならば、フロー供給曲線は完全利用点に至るまでは水平となり、ちょうど逆L字型の曲線で描かれる。
- (10) J.G. Witte, *ibid.*, pp. 448-50.
- (11) P. Davidson, *ibid.*, pp. 82-103, *ditto*, "Disequilibrium Market Adjustment: Marshall Revisited," *Economic Inquiry* (formerly *Western Economic Journal*), Vol. 12, No. 2, (June 1974), pp. 146-58, も参照されたい。
- (12) 逆輸・順輸については, J.M. Keynes, *Treatise on Money*, II, 1930, pp. 142-44. 鬼頭仁三郎訳『貨幣論』, 第4分冊, 同文館, 191-95 ページ, および J.R. Hicks, *Value and Capital*, pp. 130-40, 前掲訳書 184-200 ページを参照されたい。
- (13) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p.161, 前掲訳書 180 ページ。
- (14) もちろん、金融的要因は利子率のみならず資金調達力Eをつうじて資本需要に影響を与えるが、この問題はあとで詳細に考察される。
- (15) J.M. Keynes, *Treatise on Money*, I, p. 211, 前掲訳書, 第2分冊, 123 ページ。ケインズはすでに『貨幣論』の第13章で、需要価格・供給価格メカニズムによる投資理論の原型を提示していたのである。
- (16) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 213, 前掲訳書, 239 ページ。
- (17) P. Davidson, *Money and the Real World*, p. 82.

Ⅳ 不確実性下の貨幣需要と証券資産需要

ケインズは新古典派理論における価値貯蔵のための貨幣保有を、精神病患者の行動にたとえて批判した⁽¹⁾。完全確実性および完全市場で特徴づけられる新古典派の無時間的世界では、ワルラスの競売人がいかなる時点でも同時的均衡の達成を保証するので、他の資産が一定の正の収益を生むかぎり、貨幣を価値貯蔵物として保有するのは明らかに非合理的な行動であろう。これに対して、ケインズは「価値貯蔵物として貨幣を保有しようとするわれわれの欲求は、将来にかんするわれわれ自身の予想と慣行に対する不信の程度を示すパラメーターである⁽²⁾」として、貨幣保有の本質的な理由が不確実性の存在にあると主張した。

物々交換経済とは異なり、貨幣経済ではすべての財・サービスの交換は貨幣を媒介として行なわれ、また契約はすべて貨幣を標準として取り決められる⁽³⁾。ケインズが指摘したように、貨幣は「繰延支払の契約である債務、ならびに売買契約の申し込みである価格表とともに成立する⁽⁴⁾」のである。こうした観点から、デビッドソンは貨幣の本質的機能が計算単位にあると考える⁽⁵⁾。貨幣は一般的交換手段ならびに価値貯蔵手段としての機能を果すが、こうした機能は計算単位との関連から派生するのである。計算単位、交換手段、価値貯蔵の3つの機能を果すためには、貨幣は次のような「基本的性質」を備えていなければならない。すなわち、

(1) 貨幣にかんして生産の弾力性がゼロ（あるいは無視しうるもの）でなければならない。それゆえ、決意を将来へ延期するための一手段である貨幣に対する需要が増加するとしても、それによって企業家が貨幣商品の生産を増加させるため雇用量を増加することはない。

(2) 貨幣にかんして代替ないし代用の弾力性がゼロ（あるいは無視しうるもの）でなければならない。価値貯蔵手段としての貨幣需要が増加するとしても、他の財が貨幣の機能を果すことはなく、また高い生産弾力性をもった他の資産への転換も起らないであろう。生産弾力性の高い固定資本財は生産要素として需

要されるのであって、価値貯蔵手段としては需要されない。これに対して、証券資産には十分に組織化された継続的な現物市場が存在しており、その持越費用や取引コストはきわめて低い。したがって、貨幣と証券資産との代替の弾力性は高くなるが、金融資産と実物資産とのそれはほとんど無視しうるものとなるであろう。

(3) 交換手段から価値貯蔵手段への転換（逆も同様）に要する取引コストがゼロでなければならない。さらに、取引コストを最小にするためには、貨幣契約制度、契約履行の法的な強制力、および清算制度の存在が必要である。

こうした貨幣の基本的性格をふまえたうえで、まず交換手段として貨幣需要の検討に進もう⁽⁶⁾。周知のように、交換手段需要は『貨幣論』における貨幣の「産業的流通」に該当し、『一般理論』の取引動機に基づく貨幣残高需要である。ケインズは取引動機を「個人的ならびに営業的交換の経常的取引のための現金の必要」と定義し、それをさらに、①所得動機と②営業動機のサブ・カテゴリーに分類し、①で家計の交換手段需要に、②で企業のそれについて言及している。しかしながら、ケインズは「貨幣にかんする技術的詳細は背景に退いている⁽⁷⁾」とし、彼自身営業動機を等閑視し、交換手段需要を家計の側からのみ考察しようとする傾向があった。こうした観点から、デビッドソンは『一般理論』において交換手段機能が粗雑にあつかわれたため、ケインジアンが取引残高需要関数を不適切かつ誤った形で特定化したのは驚くにあたらないとする。

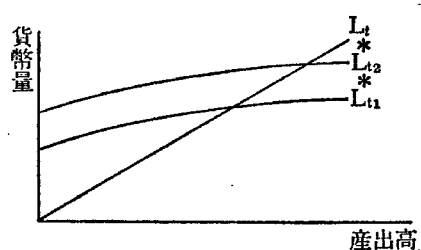
取引残高需要関数を不適切に特定化した代表例として、ハンセンの次の式をあげることができる⁽⁸⁾。すなわち、

$$L_t = kY; \quad k > 0 \quad (8)$$

説明するまでもなく、これは取引残高需要がケインジアン⁽⁹⁾の45度対角線の関数であることを示している。第2図において、これは原点から出る k の傾きをもった直線 L_t で描かれる。

ハンセンはじめ多くのケインジアンが取引

第2図



残高需要を(8)式のごとく皮相な形で特定化した原因は、『貨幣論』および『一般理論』以後に発表した「金融的動機」(the finance motive) にかんする論文⁽⁹⁾で展開されたケインズの考えを無視したことにある。第1に、ハンセンが説明しているのは、ケインズが自分の利子理論の特徴を浮彫りにするため、取引(および予備的)残高需要を「安全な第1次接近」として $L_1(Y)$ とした「単純化」仮定にかんするものにすぎない⁽¹⁰⁾。第2に、(8)式はたんなる事後的な会計的恒等式に基づいており、いかなるプロセスをつうじて均衡点に到達するかを「因果的」に説明するものではない。したがって、(8)式は予想される総支出と総所得が一致しない不均衡状態——すなわち45度対角線から離脱した状態——の分析に適用することができないのである。第3は、(8)式のような特定化が『貨幣論』や金融的動機のアイディアと矛盾することである。デビッドソンによれば、ケインズの取引残高需要を正確に特定化するには、それを計画ないし予想消費支出および投資支出に関連させなければならない。不均衡状態へ適用できないのはケインジアンによる誤った特定化にその原因があるが、デビッドソンはこうした欠点が金融的動機の分析を援用することによって救済可能であると主張する⁽¹¹⁾。

いま、説明の単純化のため2部門封鎖経済を想定するならば、取引残高需要は計画消費支出 C と計画投資支出 I の関数となる。取引貨幣需要量が各産出高水準における計画総需要 $(C+I)$ のある一定比率に等しいと仮定するならば、取引残高需要は

$$L_t^* = \alpha C + \beta I ; 0 \leq \alpha \leq 1, 0 \leq \beta \leq 1 \quad (9)$$

で表わすことができる。 α は計画消費支出を賄うために保有される貨幣残高の比率、 β は計画投資支出を賄うために保有される貨幣残高の比率を示し、それらは予想される支払期間に依存する定数である。代数上の煩雑さを避けるため、消費関数および投資需要関数が一次関数であると仮定する。したがって、消費関数は

$$C = a_1 + b_1 Y ; a_1 \geq 0, 0 < b_1 < 1 \quad (10)$$

となる。ただし b_1 は限界消費性向である。資本財産業のフロー供給表を所与

とするならば、投資需要関数は

$$I = a_2 - b_2 i ; a_2 \geq 0, b_2 > 0 \quad (11)$$

となる。ただし、 a_2 および b_2 は定数、 i は利子率である。そこで(10)式および(11)式を(9)式に代入すると、

$$L_t^* = \alpha a_1 + \beta a_2 + \alpha b_1 Y - \beta b_2 i \quad (12)$$

という取引貨幣需要関数を得る。これは単純な2部門モデルにおいて金融的動機を織り込んでケインズの取引残高需要を特定化した関数である。

ケインジアンによる取引残高需要の特定化がいかに不適切でミスリーディングなものであるかは、(8)式と(12)式とを比較することによって明らかにされる。(8)式のパラメーター k は慣習的な支払期間に依存するにすぎないから、(8)式は実物部門の変化から独立している。これに対して、(12)式の右辺の各項には a_1, a_2, b_1, b_2 といった総需要関数のパラメーターが含まれている。これらは取引貨幣需要関数と総需要関数との双方に共通しているので、貨幣部門と実物部門との間に一つの「相互依存性」が存在することになる。

いま、なんらかの理由によって企業家の利潤期待が高まり a_2 が上昇し、投資需要関数が上方へシフト——すなわち計画活動の規模が増加する——と仮定しよう。このように総需要関数のパラメーターが変化するとしても、慣習的な支払期間が不変であるかぎり k は一定であるから、(8)式は安定的となるだろう。ケインズが指摘したように、企業は実際の投資活動に先立って投資支出計画に必要な資金を調達しなければならないので、「投資計画が増加しつつあるならば、それに伴う追加的な金融は追加的な貨幣需要を構成するであろう⁴²」。このように、金融的動機を織り込んだ(12)式のケースでは、 a_2 の上昇により総需要関数が上方へシフトするとき、それに伴って取引貨幣需要関数は上方へシフトする。さらにまた、(12)式の場合取引貨幣需要量は総需要に結びついている。だから、それは総需要が変化するとき産出高がどの程度変化するかといった関係にも依存している。それゆえに、貨幣の所得流通速度が一定である期待すべき理由は存在しないだろうし、総需要関数のシフトに伴って取引貨幣需要関数 L_t^* がシフトするから、貨幣需要関数は必ずしも時間をつうじて安定的で

あるとは思われない。事実、現実の世界では期待は絶えず変移しやすいものであり、 L_i^* は上方ないし下方へのシフトを繰り返すであろう。

金融的動機と取引動機との相違は、第2図によって明らかにすることができる。図示されているように、総需要関数が上方へシフトする場合、 L_i^* 曲線は L_{i1}^* から L_{i2}^* へシフトする。この L_i^* 曲線にシフトを引き起こすのが金融的動機に基づく貨幣需要である。期待状態に新たな変移が生じないならば、乗数過程をつうじて誘発支出が増加するにつれて、取引貨幣需要量は L_{i2}^* 曲線に沿って、すなわち取引動機に基づいて増加する。取引動機はケインズの意味で静態的な概念であるが、これに対し金融的動機は動態的であるといえよう⁴³。資本需要関数に資金調達力を表わす変数 E が含まれていることはすでにみてきた。ケインズは金融的動機を用いて期待→支出決意→資金調達→貨幣需要という図式を織り込むことによって、『貨幣論』の強気・弱気理論および資本需要理論と『一般理論』の流動性選好理論とに首尾一貫性をもたせようとしていたのである⁴⁴。そこで、次に強気・弱気理論の精緻化を試みることにしよう。

価値貯蔵物としての貨幣に対する需要は、『貨幣論』でケインズが「金融的流通」と呼んだ貨幣保有に対応する。この金融的流通のための貨幣保有は、『一般理論』における投機的動機および予備的動機の両者に関連している⁴⁵。これら2つの動機の成立要件は、将来の経済の推移にかんして不確実性が存在することである。投機的動機は将来の証券資産価格あるいは利子率の推移にかんする不確実性の存在と、これら証券資産が売買される十分に組織化された現物市場の存在とを必要とする。また、いかなる経済主体も将来の換金期日を現在前もって知ることが不可能であろう。だから資産保有者は不意の債務が生じるかもしれないという予見できない事態に備えるため、つまり予備的動機に基づいて、その資産の一部分を貨幣で保有すると考えられる。

ナイト＝ケインズの意味における不確実性下において、資産保有者のポートフォリオ選択は次の諸要因によって決定されるであろう。それらは、①経常利子率、②資産保有者は資本リスクと所得リスクのいずれをより重視するかという性向、③予想される証券資産価格にかんする確率分布、④（取引コスト所与と

して) 予想される換金期日までの時間, ⑤主観的確率分布に対する確信の程度および⑥換金期日の予想に対する確信の程度である。デビッドソンは公衆の価値貯蔵物としての貨幣に対する需要を次のごとく定式化する¹⁰⁾。すなわち,

$$D_m^w = f_3(i_e, \lambda, \beta, \gamma, \delta, \kappa_\lambda, \kappa_\delta, \bar{\tau}_s, \bar{e}, V) \quad (13)$$

ただし, D_m^w は価値貯蔵のための貨幣需要量, i_e は経常利子率, λ は証券資産の将来価格と経常価格との変化率にかんする期待の組合せを示している。 β は資本リスク回避性向, γ は所得リスク回避性向である。 δ は予想される換金期日までの時間, κ_λ は証券資産価格の変化率の予想に対する確信の程度, κ_δ は換金期日の予想に対する確信の程度である。 τ_s は取引コスト, e は資産保有者数と現在の資産配合, V は公衆の保有している総資産であり, 変数に付したバーは外生的に決定されることを表わしている。

また, 公衆の証券資産に対する需要は, (13) 式と類同的に次式で表わされる¹¹⁾。すなわち,

$$D_p = f_4(p_p, \bar{R}, \lambda, \beta, \gamma, \delta, \kappa_\lambda, \kappa_\delta, \bar{\tau}_s, \bar{e}, V) \quad (14)$$

そこで, D_p は証券資産需要量, p_p は証券資産価格, R は単位期間当りの配当である。単純化のため, 利子率は証券資産価格と逆比例して変化するものと仮定する。

各変数の D_m^w ないし D_p に与える影響は次のとおりである。いま他の変数を一定として, 利子率が上昇するならば, 証券資産購入から得られるであろう予想キャピタル・ゲインを高め貨幣保有の機会費用を上昇させるから, D_m^w は減少 [D_p は増加] するだろう ($f_3' i_e < 0$)。同様にして, 証券資産価格の変化率が大きくなると予想するならば, 予想キャピタル・ゲインを求め証券資産保有選好が高まり, D_m^w は減少 [D_p は増加] するだろう ($f_3' \lambda < 0$)。

資本損失のリスクが高まるならば, 資産保有者は資本損失をできるかぎり回避しようとするから, 安全資産である貨幣に対する需要 D_m^w は増加 [D_p は減少] するだろう ($f_3' \beta > 0$)。また所得損失のリスクが高まるならば, 収益資産である証券資産に対する需要 D_p は増加 [D_m^w は減少] するであろう ($f_3' \gamma < 0$)。カーンが指摘するように¹²⁾, 資産保有者は双方のリスクに服しているのであ

り、問題とすべきは2つのリスクのいずれをよりいっそう重視するかということではなければならない。資本リスクをより重要と考える人々は、 β が上昇するとき、ポートフォリオにおいて証券資産保有を減少させ貨幣保有を増加するであろう。これに対し、所得リスクの方を重視する人々は、 γ が上昇するとき、貨幣保有を減少させ証券資産保有を増加するであろう。いずれにせよ、資産保有者がリスク回避者であるならば、これら2つのリスクに耐えるため、ポートフォリオに貨幣と証券資産とを同時に保有するだろう。

証券資産からの純期待収益が大きくなるほど、将来の予想される換金期日はいっそう遠のくであろう。他の条件に変化がないかぎり、資産保有者はポートフォリオにおいて証券資産保有を増加させるから、 D_m^e は減少 [D_p は増加] するであろう ($f'_{s,s} < 0$)。将来の予想される換金期日が遠のくほど、われわれの将来にかんする知識は漠然としたものとならざるをえない。したがって、資産保有者の主観的確率分布に対する確信の程度は低下するであろうから、 D_m^e は増加 [D_p は減少] するだろう ($f'_{s,s} < 0$)。同様にして、資産保有者が証券資産価格の変化率にかんする主観的確率分布に対して抱いている確信の程度が低下するならば、 D_m^e は増加 [D_p は減少] するだろう ($f'_{s,s} < 0$)。経常的な家計貯蓄 S_h は総資産 V を増加させ、不活動貨幣残高に対するフロー需要を生ぜしめるであろう ($f'_{s,v}(S_h) > 0$)。

以上のように、価値貯蔵のための貨幣需要および証券資産需要は不確実性に起因するいろいろな要因に依存して決まるのであり、そういう意味で不確実性はポートフォリオ選択のレーゾン・デートルであることがわかる。かつてトービンは、ケインズのポートフォリオ選択論を貨幣と証券の同時保有を説明できない「完全強気・完全弱気の理論」とであると批判したのは、周知のとおりである。トービンによれば¹⁹、ケインズにおいて資産保有者は利子率にかんして硬直的で確定的な期待をもつと前提されており、多数の異なった期待(いわゆる見解の相違)がある場合、経済全体として貨幣と証券の間でポートフォリオの多様化が生じるが、個々の資産保有者については混合ポートフォリオをもつことはないとされる。トービンは資産保有者が資本リスク回避者であり、彼らが分散

(期待収益のリスクの尺度) と数学的期待値(収益の水準の尺度)の2つのパラメーターにのみ依存して行動すると仮定することによって、ナイト＝ケインズの意味における不確実性が存在しないケースでさえポートフォリオの多様化が生じることを解明した²⁰⁾。しかしながら、トービンのように、不確実性をオペレーショナルなリスクで把握することには多くの疑問がある。なぜならば、こうした数学的確率分析をつうじる不確実性の処理の仕方は、不確実性を確実性と同じ計算可能な地位に還元してしまうからである。トービン・モデルではナイト＝ケインズの意味での不確実性のエッセンスは無視されており、不確実性下におけるポートフォリオ選択を十分に説明しているとはいえない。

デビッドソンによって精緻化された強気・弱気理論からの含意は次のとおりである。第1に、ケインズのポートフォリオ選択論が完全強気・完全弱気の理論であるという従来の解釈は、明らかに的はずれなものである。第2に、投機的動機と予備的動機は密接に関連しているのである。すなわち、予備的動機の要因(k_1, k_2)は投機的動機に体化された期待に関連しているので、2つの動機は「相互依存性」であると考えられる。投機的動機に基づいて現実に保有される貨幣と、予備的動機に基づいて保有されるそれとを識別するのは困難である。それゆえに、ポートフォリオ選択論はこれら2つの動機を同時に説明しなければならない。第3に、デビッドソンの分析は貨幣需要関数が本来的に不安定であることを示唆している。将来が不確実な現実の世界で、貨幣需要関数が時間をつうじて一定にとどまると考えることには無理があろう²¹⁾。

(1) J.M. Keynes, "The General Theory of Employment," *Quarterly Journal of Economics*, 1937, reprinted in S.E. Harris ed., *The New Economics-Keynes' Influence on Theory and Policy*, 1948, pp. 186-7. 日本銀行調査局訳『新しい経済学I』東洋経済新報社, 284-85 ページ。

(2) J.M. Keynes, *ibid.*, p. 187, 前掲訳書 285 ページ。

(3) R.W. Clower, "A Reconsideration of the Microfoundation of Monetary Theory," in his, *Monetary Theory*, Penguin Books, 1969, pp. 207-8. また、アローとハーンは一般均衡分析の再検討をつうじて、「ケインズは現実的にそれら〔債務〕が貨幣で契約されることを仮定してきたが、いままでのところわれわれはそれらが抽象的な計算単位で契約されると仮定してき

たのである……本式の貨幣理論が書かれる段となれば、契約が実際に貨幣で決められるという事実がかなりの重要性をもつにいたるであろう」と述べているのがきわめて興味深い。K.J. Arrow and F.H. Hahn, *General Competitive Analysis*, 1971, p.357, 福岡正夫・川又邦雄訳『一般均衡分析』岩波書店, 389 ページ。

- (4) J.M. Keynes, *Treatise on Money*, I, p. 3, 前掲訳書, 第1分冊, 3 ページ。
- (5) P. Davidson, *Money and the Real World*, pp. 140-58.
- (6) P. Davidson, *ibid.*, pp. 159-88, また *ditto*, "Keynes's Finance Motive," *Oxford Economic Papers*, (March 1965), pp. 47-65, *ditto*, "The Importance of the Demand for Finance," *Oxford Economic Papers*, (July 1967), pp. 245-53, も参照されたい。
- (7) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 170, 前掲訳書, 190 ページ。
- (8) A.H. Hansen, *Monetary Theory and Fiscal Policy*, 1946, p. 61, 小原敬士・伊東政吉訳『貨幣理論と財政政策』有斐閣, 70 ページ。
- (9) J.M. Keynes, "Alternative Theories of the Rate of Interest," *Economic Journal*, (June 1937), pp. 241-52, *ditto*, "The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest," *Economic Journal*, (Dec. 1937), pp. 663-69.
- (10) J.M. Keynes, *ibid.*, p. 199, 前掲訳書 224-25 ページ。
- (11) P. Davidson, *Money and the Real World*, pp. 162-63.
- (12) J. M. Keynes, "Alternative Theories of the Rate of Interest," p. 247.
- (13) デビッドソンによれば、金融的動機は静態的なケインズ・モデルにおける一つの動態的要因であり、その主要な貢献はマクロ的な不均衡経路分析に求められる、と興味深い示唆を与えている (P. Davidson, *ibid.*, p. 170)。この点についてはⅤ節で単純なモデルを用いて検討する。
- (14) P. Davidson, *ibid.*, pp. 30-32.
- (15) カーンは2つの動機が不可分の関係にあると指摘している。R.F. Kahn, "Some Notes on Liquidity Preference," *The Manchester School*, 1954, reprinted in R.F. Kahn, *Selected Essays on Employment and Growth*, 1972, p. 81.
- (16) P. Davidson, *ibid.*, pp. 189-212.
- (17) P. Davidson, *ibid.*, pp. 246-268.
- (18) R.F. Kahn, *ibid.*, p. 82.
- (19) J. Tobin, "Liquidity Preference as Behavior towards Risk," *Review of Economic Studies*, (Feb. 1958), reprinted in J. Tobin, *Essays in Economics*, Vol. I: *Macroeconomics*, 1971, pp. 244-49, 水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論Ⅰ』勁草書房, 28-34 ページ。
- (20) トービンの分析は Two Parameter Approach あるいは Mean-Variability Approach として知られている。
- (21) カーンは、流動性選好表がよく定義された曲線や数学的・計量的な関数で表現できると安易

に考えてはいけなと結論している。(R.F. Kahn, *ibid.*, p. 90.)

V 資本蓄積と貨幣的要因の統合

—むすびにかえて—

ここでの議論に必要なかぎりでは総需要・総供給分析の枠組を明らかにしておこう⁽¹⁾。いま、 Y を有効需要、 I_G を粗投資、 A を独立的支出、 s_w, s_e をそれぞれ賃金、利潤からの限界貯蓄性向、 α を粗国民所得に占める賃金のシェアとすると、 t_0 期の有効需要点は総需要関数 D と総供給関数 Z の交点で与えられる。すなわち、

$$Y_0 = \left[\frac{1}{s_w(\alpha) + s_e(1-\alpha)} \right] (A^{t_0} + I_G^{t_0}) \quad (15)$$

第3図に示されるように、

Z^{t_0} と D^{t_0} の交点で Y_0 が決まり、均衡雇用水準は N_0 となる。OW は貨幣賃金表であり、それは貨幣賃金率を所与とするときの択一的な雇用水準に対する賃金支払額を表わしている。

前と同様、2部門経済を想定するならば、有効需要

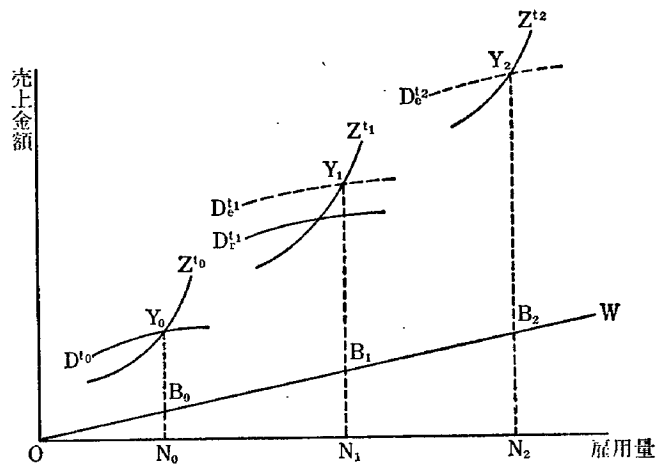
の成長は粗投資支出の増加に依存するだろう。(15)式から、

$$\Delta Y = \left[\frac{1}{s_w(\alpha) + s_e(1-\alpha)} \right] \Delta I_G \quad (16)$$

がえられる。ただし Δ は変数の増加分を表わす。

企業家は t_0 期の粗投資を Y_0 のみならず、期待される総需要曲線 $D_e^{t_1}, D_e^{t_2}, \dots$ と総供給曲線 Z^{t_1}, Z^{t_2}, \dots との交点で与えられる有効需要点 Y_1, Y_2, \dots にかんする長期期待に基づいて決定する。そこで Y_1 を所与とするならば、 t_1 期に期待される粗利潤(準地代) p_e の増加分は、第3図から

第3図



$$4p_s = (Y_1 N_1 - Y_0 N_0) - (B_1 N_1 - B_0 N_0) \quad (17)$$

となる。すなわち、期待される粗利潤の増加分は、予想売上金額の増加分から賃金費用の増加分を差し引いたものに等しい。企業家がこの $4p_s$ の現在価値を算定し、それとフロー供給価格が等しくなるところまで資本財への投資支出を企てることはすでに指摘したとおりである。また t_0 期の粗投資のうち純投資部分 $I_{\#}^{t_0}$ は、ドーマーにならって投資の潜在的な平均生産性を σ とすると⁽²⁾、 $\sigma \cdot I_{\#}^{t_0}$ だけの追加的な生産能力を創出するであろう。ところで、各期において実現される粗利潤は次式で決定される。

$$p_r^t = \left[\frac{1}{s_w \left(\frac{\alpha}{1-\alpha} \right) + s_o} \right] (A^t + I_G^t) \quad (18)$$

そこで p_r^t は第 t 期の実現粗利潤である。したがって、2部門モデルにおいて粗利潤の増加分は

$$4p_r = \left[\frac{1}{s_w \left(\frac{\alpha}{1-\alpha} \right) + s_o} \right] \Delta I_G \quad (19)$$

となる。

以上のように、企業家は $4p_s$ にかんする期待に基づいて投資決定をするが、他方、 $4p_r$ は実際に企てられた投資支出の大きさによって決定されるのである。したがって、企業家の有効需要成長にかんする長期期待が継続的に実現され、その結果として期待される粗利潤が常に実現粗利潤と等しいならば、有効需要点 Y_0, Y_1, Y_2, \dots をトレースする軌跡はハロッドの保証成長率経路と解釈することができるだろう⁽³⁾。単純化のため、減価償却率 n, s_w, s_o および α を所与とすれば、現実成長率 G が保証成長率 G_w と一致するためには、今期に企てられた投資計画が将来の有効需要点によって「正当化」されなければならない。もしそうでなければ、 G と G_w は一致せず、 G は G_w からいっそう乖離するだろう。たとえば、第3図において、実現された総需要曲線 $D_t^{t_1}$ が期待された総需要曲線 $D_t^{t_1}$ より低くなるならば、 $4p_t^{t_1} < 4p_t^{t_1}$ となり、企業家の長期期待は期待はずれに終るであろう。こうした事態は将来有効需要が不足する前兆であると企業家が解釈するならば、資本需要曲線は左方へシフトし、 t_2 期の期首

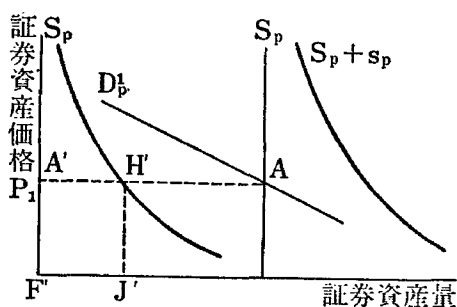
における現存資本財ストックの一部は過剰となり、資本財市場に順翰が発生するだろう。すでに説明したように、順翰状態では粗投資は大幅に減少し、その結果として D_t^{d2} は D_t^{d1} を下回り、さらに粗投資は累積的に低下するであろう。このような状況はハロッドの短期の不安定性として知られている⁽⁴⁾。

また、長期的な不安定性は次のように説明されよう。ハロッドの体系において、企業者の均衡を表わす保証成長率 G_w は s_d/c_r に等しく、他方、経済の最大可能成長率を表わす G_n は労働人口増加率と技術進歩率とによって外生的に決まる。それゆえ、 G_w と G_n が等しくなるということは偶然の一致を除いてありえない。そこで、 $G_w > G_n$ とすると、経済が完全雇用近づいて行くとき現実成長率 G は G_n によって制約されるから、 $G \leq G_n$ したがって $G < G_w$ となり、不安定性原理の作用によって G は下降して行く。それゆえ高い雇用水準を維持するのは困難であり、経済は長期停滞の状態に陥る。これとは逆に、 $G_w < G_n$ のときは、経済が完全雇用近づいても $G > G_w$ となっている可能性が強いため G の上昇傾向は強く、したがってインフレ的傾向が支配的になるであろう。次に、以上で述べたような長期化された総需給分析と貨幣的要因との統合を試みよう⁽⁵⁾。

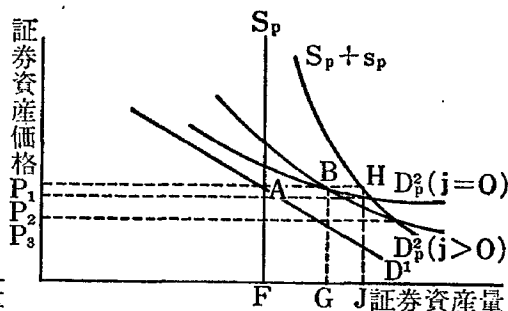
貨幣経済において資本蓄積が生じるためには、①資本の稀少性とそれを保証するアニマル・スピリッツの存在、②資本需要をファイナンスする資金調達力を必要とするだろう。そこで、貨幣供給と資本蓄積を連関する金融メカニズムを考察するため、次のような状態から出発することにしよう。すなわち、資本財市場は $p_s = p_f = p_i (> p_m)$ で均衡しており、資産保有者の期待、確信の程度およびリスク選好は一定であり、第4図(a)に示されるように証券資産市場も p_i で均衡状態が成立している。したがって、第3図において有効需要点 Y_0 、期待される総需要曲線は D_t^{d1} 、 D_t^{d2} 、……である。さらに、貨幣は産業的ならびに金融的流通の両領域で必要とされる量が正確に供給されていたと仮定しよう。

いま、外生的・非貨幣的な要因によって企業家の長期期待の状態が攪乱されて、利潤に対する期待が上方へ改訂されると仮定しよう。これは定常均衡モデ

第4図(a)



第4図(b)



ルの枠組で説明することができる。(1)式から、資本ストック需要曲線は右方へシフトし、資本財市場に逆鞘状態が生じるであろう。第3図で D_e^{i1} , D_e^{i2} ,はそれぞれ上方へシフトする。所得水準はまだ変化しないが、貨幣市場には追加的資本需要を金融するため、金融的動機に基づく追加的な貨幣需要が生じる。したがって、第2図で L_{i1}^* から L_{i2}^* へのシフトが起こるだろう。企業家は追加的な資本財購入の先物契約を締結するため、投資銀行をつうずるにせよ、あるいは直接銀行借入れによるにせよ、それに必要な追加的現金を調達しなければならない。こうした純投資の増加によって生じる貨幣がどのように流通してゆくか、また、それは資産保有者のポートフォリオをどのように攪乱するかをトレースしてみよう⁽⁶⁾。

いま、企業が追加的資本財を購入するための資金をすべて銀行借入れで賄うとし、銀行がこれに対し受動的に応じると仮定するならば、貨幣量は「内生的⁽⁷⁾」に増加するだろう。この内生的に創出された貨幣供給量の増加分 ΔM は、直接に追加的資本財を購入するのに用いられるから、

$$\Delta M = \Delta C$$

となる。 ΔC は資本財産業への発注量の増加分のコストを表わしており、

$$\Delta C = p_k \Delta I_g = p_k \Delta I_n$$

である。ただし、 I_g は物的単位で測った粗投資であり($p_k \cdot \Delta I_g = \Delta I_g$)、 I_n は純投資を表わす。

この ΔM は、まず産業的流通の領域で資本財生産者に対する支払いに用いられるから、投資支出の増加分だけ資本財産業の要素所有者の所得が増加する。

したがって、懐妊期間をつうじて社会の実物資産と貯蓄者の貨幣残高は同時に増加する。所得が増えることによって、家計は計画消費支出を増加させるだろう。貨幣形態での所得の一部分は、消費支出の増加を賄うため取引貨幣残高の保有増加にあてられるが、他方、その残りの部分は家計のポートフォリオ残高に吸収されて金融的流通へ流入してゆくだろう。消費の増加は乗数効果をつうじて消費財生産者の所得を増加させる。このようにして、純投資の増加によって始発された乗数過程は、社会全体として投資の増加分にちょうど等しい貯蓄が生み出されるまで続くだろう。

次に、家計貯蓄 S_h の増加分が金融的流通へ流入することによって、ポートフォリオ均衡がどのように攪乱されるであろうか。さきに指摘したように、 $4S_h$ は V を増加させることをつうじて証券資産に対するフロー需要を誘発する、すなわち $f'_{4V}(S_h) > 0$ である。これは D_p^1 を右方へシフトさせるが、そのシフトの規模は S_h からの限界証券資産購入性向 m_p の値によって決まる。 $m_p [=f'_{4V}(S_h)]$ は証券資産に対する「資産効果」の一つの尺度と考えられる。第4図(b)において、もし $m_p=1$ であるならば、 D_p^1 は p_1 の水準で A 点から B 点へシフトするだろう。しかしながら、貨幣経済では $0 < m_p < 1$ であるから⁸⁾、初期の均衡価格 p_1 は変化せざるをえない。さらに、証券資産価格の変動は V を変化させるので、証券資産需要に対して付加的な影響を及ぼすだろう。第4図(b)に示されるごとく、新しい証券資産需要曲線は $j=0$ あるいは $j>0$ に対応して、それぞれ $D_p^2(j=0)$ あるいは $D_p^2(j>0)$ となる。ここで、 j は証券資産価格の変動によって誘発される V の変化からの限界証券資産需要性向である。 $j [=f'_{4V}(p_p)]$ の値は証券資産需要に対する「資産効果」のもう一つの尺度と考えられるが、いわゆる「ロック・イン効果」が作用すると仮定すれば、 $j=0$ となり、かかる資産効果は働かない。たとえ $j>0$ 、すなわち「キャピタル・ゲイン効果」が作用するとしても、それは証券資産需要に対する利子率効果を若干補強する程度にすぎない。

ここで、証券資産のフロー供給を導入しよう。証券資産の増加は、主として企業家の資本財需要と外部金融の必要に依存する。一般に、企業は更新投資に

については減価償却積立金で賄えるとするれば、追加的金融を必要とするのは純投資に対してであろう。企業は純投資コストの一部を内部金融し、残りの部分を新規証券発行で調達すると仮定するならば、公衆に提供される証券資産フロー供給 s_p は次式で表わされる。すなわち、

$$s_p = f_5(p_k, I_n, g, h, p_p) \quad (20)$$

ただし、 p_k は資本財価格、 I_n は純投資、 g は純投資コストに占める外部長期金融の比率、同様に h は銀行組織からの長期金融の比率、 p_p は証券資産価格である。ここで g と h を所与とすれば、(20) 式は

$$s_p = \frac{(1-h)(\bar{g})[p_k(s_k - d_k)]}{p_p} \quad (21)$$

と特定化することができる。

企業は初め資金を銀行借入れで賄ったが、やがて新規証券発行をつうじて長期資金を調達し銀行借入れを返済しなければならない。純投資コスト $4C$ を所与とすれば、 $4C$ に等しい長期資金を調達するため新規発行しなければならない証券資産量は、市場価格と逆比例する。したがって、第4図(a)で証券資産フロー供給表 s_p は直角双曲線として描かれ、 $F'A'H'J' = 4C$ である。第4図(b)に目を転じると、 $0 < m_p < 1$ であるから、 $FABG < FAHJ$ となる、すなわち証券資産に対するフロー需要量はフロー供給量より少ないであろう。このようにして、新しい市場均衡価格は $(S_p + s_p)$ 曲線と $D_p^2(j=0)$ 曲線が交差する水準 p_2 に、あるいは $D_p^2(j>0)$ 曲線との交点に対応する p_3 に決定される。なぜならば、他の条件を一定として、家計に対し貨幣から証券資産へポートフォリオ構成を変化させるには、証券資産の期待収益率は上昇(価格は低下)しなければならないからである。いずれにせよ、企業は p_2 あるいは p_3 の価格で資金を入手し、銀行借入れを返済することができる。この返済した資金は「回転資金」(a revolving fund) へ上積みされて、企業は次の t_1 期の粗投資支出をファイナンスするのに利用することが可能である。それゆえ、投資水準および経済活動水準が一定であり、期待および流動性選好に新たな変化が生じないならば、再び金融は「一定額の回転資金¹⁰⁾」となるだろう。このようにして、各市

場で新たな均衡状態が達成されるであろう。

しかしながら、将来が不確実で期待が変移しやすい現実の世界——移動均衡モデルの世界——では、均衡成長を達成することはきわめて困難である。経済が成長するにつれて貨幣供給は継続的に拡張されねばならないが、実物資本の増加をファイナンスするために必要とされる貨幣供給の増加と、流動性選好の変化を償うために必要なそれとの関係は非常に複雑だからである。もし、①純投資が各期間に増加する、② λ が不変、③ $g=1, h=0, m_p=1$ である、④活動残高需要が産出量に比例する、⑤計画生産量に対する固定・経営資本の所望比率が一定であると仮定するならば、これらの条件がすべて満たされる場合にのみ、利子率を一定に維持するのに必要とされる貨幣供給増加率は資本財の成長率と一致するであろう。もしそうでないならば、現実成長率と保証成長率は一致せず、短期の不安定性原理が作用するだろう。 $G=G_w$ となっており、もし偶然に G_w が効率労働成長率 G_n と一致する場合にのみ、均衡成長ないし黄金時代が達成されるにすぎない。しかしながら、現実にはこれらの条件がすべて満たされ、期待が正確に実現されることはむしろ稀である。それゆえ、現実の経済は不安定な成長経路をたどることになるだろう。このように、貨幣および貨幣的要因は、短期においても長期においても、均衡成長を攪乱する一つの要素なのである。

以上で展開された議論を要約することによって、小稿のむすびにかえよう。

貨幣経済において資本蓄積が生じるためには、資本の稀少性あるいは準地代が存在しなければならないが、それらは究極的に企業家のアニマル・スピリッツの程度に依存する。アニマル・スピリッツは(1)式の ϕ をとおして資本財の現在価値に反映され、資本財の需要価格とフロー供給価格との関係から投資率が決定される。そして、貨幣供給は資本蓄積過程で、企業家の粗利潤(準地代)にかんする長期期待の増加によって触発される追加的資本需要をファイナンスするという重要な役割を果たすのである。それゆえ、高い資本蓄積率が達成されるためには、銀行組織は投資者が魅力を感じる貸出条件でファイナンスを供給しなければならない。もし貨幣当局および銀行組織が貨幣供給の拡張を拒否す

るならば、その場合資本蓄積率は貨幣的要因によって制約されるであろう。

このように、貨幣は経済成長・資本蓄積過程において重要である。しかしながら、トービン・モデル⁽¹⁾とは異なり、貨幣供給が資本蓄積過程で重要な役割を演ずるのは、企業の投資計画をファイナンスする段階においてであって、ポートフォリオ均衡効果をつうじてではない。デビッドソン・モデルにおいて、ポートフォリオ選択は証券資産価格ないし利子率の決定に関連しているのであって、投資決定とポートフォリオ決定とは利子率および貸出などの金融条件をつうじて、いわば「間接的」に関係しているにすぎないのである。トービンの強調するポートフォリオ均衡効果は、金融資産と実物資産との間の高い代替弾力性を前提してはじめて作用するものであろう。また、フリードマンやパティンキンの強調する実質残高効果も貨幣と実物耐久財との高い代替弾力性を前提としている。しかしながら、こうした前提は貨幣の基本的性質と矛盾しており、したがって、「貨幣経済⁽²⁾」の定義を犯すであろう。

不確実性の世界において、貨幣が重要であるのは、それが決意を延期し購買力を将来へ移転するための主要な手段だからである。すなわち、「貨幣の重要性は本質的にはそれが現在と将来とを結ぶ連鎖である⁽³⁾」からである。そして、貨幣が計算単位・一般的交換手段・価値貯蔵手段の3つの機能を果たするためには、生産の弾力性、代替の弾力性および取引コストがゼロ（あるいは無視しうるもの）でなければならない。こうした不確実性、貨幣および貨幣の基本的性質のかかわりあいを見無視するならば、貨幣経済と物々交換経済との本質的なちがいが明らかにされないだけでなく、意味のある「貨幣的経済理論」を構築するのは不可能であろうと思われる。

(1) P. Davidson, *Money and the Real World*, pp. 111-39. および S. Weintraub, *A Keynesian Theory of Employment, Growth and Income Distribution*, 1965, 松坂兵三郎訳『ケインズ理論による雇用成長と所得分配』ダイヤモンド社, 1968年。

(2) E.D. Domar, *Essays in the Theory of Economic Growth*, 1957, pp. 83-92, 宇野健吾訳『経済成長の理論』東洋経済新報社, 1959年, 92-108ページ。

(3) ハロッドは保証成長率を「生産者が現在の行動に満足している状態」と定義している。R.F.

- Harrod, *Towards a Dynamic Economics*, 1948, p. 81, 高橋長太郎・鈴木諒一訳『動態経済学序説』有斐閣, 109 ページ。
- (4) R.F. Harrod, *Economic Dynamics*, 1973, pp.32-45, 宮崎義一訳『経済動学』丸善, 49-70 ページ。
- (5) P. Davidson, *ibid.*, pp. 269-81.
- (6) カルドアは、フリードマン体系ではこうした貨幣供給と実体経済との対応関係が全く考慮されていないと批判する。N. Kaldor, "The New Monetarism," *Lloyds Bank Review*, (July 1970), 新飯田宏訳「ニュー・マネタリズム批判」『インフレーションと金融政策』日本経済新聞社, 1972 年, 38 ページ。
- (7) ここで「内生的」(endogeneous) という用語は、貨幣供給が貨幣需要の変化に追隨して受動的に変化するという意味で用いる。
- (8) さきに指摘したように、 V の増加は同時に不活動貨幣残高に対する需要を増加させる。ケインズ=デビッドソンは S_k からの限界不活動残高保有性向 $m_i [= f_{s_k}'(S_k)]$ が正の値をとり、 $0 < m_i < 1$ となると主張する。ここで、 $m_p + m_i = 1$ であるから、ケインズ=デビッドソンにしたがうならば、 m_p は $0 < m_p < 1$ の値をとると考えなければならない。それゆえ、 AM の一部分は産業的流通に吸収され、また、一部分はポートフォリオに吸収されるのである (J.M. Keynes, "The Ex-Ante Theory of The Rate of Interest," p. 668, および P. Davidson, *ibid.*, p. 301.)。そこで、デビッドソンは $m_p = 1$ となるのは non-monetary economy の特徴であると指摘している。
- (9) これはケインズの意味における均衡の別表現であると考えられる。
- (10) J. Tobin, "Money and Economic Growth," *Econometrica*, (Oct. 1965), pp. 671-81. なおトービンの貨幣的成長モデルについては、近い将来批判的に考察する予定である。
- (11) ケインズは物々交換経済ないし non-monetary economy を、「流動性プレミアムが常に持越費用を越える資産が存在しない経済」と定義し、しかもそれを「最善の定義」としている。J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 239, 前掲訳書, 269 ページ。
- (12) J.M. Keynes, *ibid.*, p. 293, 前掲訳書, 332 ページ。

(1977. 6. 20)